

現價：HK\$2.58

潛在上升空間：+72.9%

目標價：HK\$4.46→

汽車經銷商行業

寶信汽車 (1293.HK)

被廣匯收購超预期，估值或將得到提升

落后

同步

领先

公司估值表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
營業收入 (RMB 百萬元)	30,082	30,723	28,676	30,796	32,649
變化(%)	66	2	(7)	7	6
淨利潤 (RMB 百萬元)	1,007	707	718	905	1,088
變化(%)	42	(30)	2	26	20
每股基本盈利 (RMB)	0.394	0.276	0.281	0.354	0.425
變動 (%)	40	(30)	2	26	20
市盈率 (x)	5.2	7.4	7.3	5.8	4.8
每股資產淨值 (RMB)	1.847	2.013	2.300	2.626	2.950
市淨率 (x)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
每股股息 (元)	0.119	0.040	0.042	0.053	0.064
息率 (%)	5.8	1.9	2.1	2.6	3.1

資料來源：公司資料、交銀國際

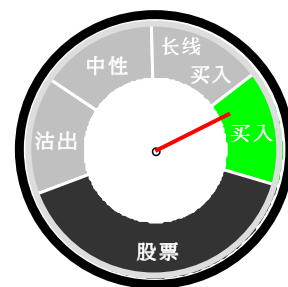
寶信汽車公告，其已經接獲廣匯汽車的意向聲明，內容有關收購本公司股份的現金要約。目前和廣匯汽車的磋商處於初步階段，目前尚未達成任何條款。

● **收購細則仍有待公佈。**由於目前仍然處於初步階段，尚未達成任何條款，我們認為目前仍然有幾個問題有待公告澄清 一、收購的股份數目不確定。目前股東結構來看，大股東占總體股本的比例約 71.1%，流通股本約 28.9%。按照我們的理解，廣匯收購完成後將成為公司的大股東，但具體比例仍有待公佈；二、收購的價格不確定。收購的價格將成為未來股價直接參照標準，如果高於股價，則對股價有直接的催化作用；三、未來是否有資產注入不確定，廣匯汽車收購寶信汽車的股權，或某種程度上看中港股的融資平臺作用，未來或有資產注入的可能。

● **收購對於雙方具有互補效應。**雖然細則沒有公佈，但從大的方向上看，我們可以看出以下幾方面利好，一：廣匯汽車和寶信汽車均為中國汽車經銷商行業前十強，兩者的結合屬强强聯手，同時兩者的業務具有較強的互補性。廣匯汽車的門店中以低端為主，而寶信汽車以豪華車為主。另外區域來看，寶信的門店主要集中在華東地區和華北地區，而廣匯則集中在中西部地區，區域上有較強的互補性。二：A 股估值溢價。A 股目前經銷商的估值要顯著高於港股，目前 A 股經銷商估值 15 年平均市盈率約 29.7 倍，港股汽車經銷商的 15 年平均市盈率 6.8 倍。A 股的高估值有助於提高收購方的估值底線，廣匯的收購價格或較寶信股價有溢價，未來對港股經銷商估值或有一定的示範提升作用。

● **經銷商行業整合趨勢仍然在延續。**此次廣匯汽車要約收購若成功，將成為中國汽車經銷商行業的重要事件，兩家强强聯合將產生一個千億級收入的企業，這符合政府打造幾個大型汽車流通企業的方向。我們認為行業整合趨勢仍將持續，目前中國汽車經銷商行業仍然高度分散，而且從去年下半年以來，汽車經銷商的盈利狀況出現惡化，一些小的經銷商現金流出現問題，這為行業整合提供了催化劑。現有上市的汽車經銷商未來的收購行為或成為股價催化劑。

● **維持買入評級。**寶信汽車接受廣匯汽車的要約收購，大股東未來或出現變更，由於目前仍然處於初步階段，未來的細則仍有待公佈，不過目前可以判斷，此次結合或是一次强强聯合，兩者在業務上有較強的互補合作可能。此次收購對於行業估值或有提升作用，目前股價對應 15/16/17 年市盈率分別為 7.3 倍/5.8 倍/4.8 倍，我們繼續維持買入評級，目標價不變。



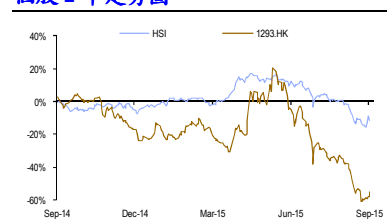
- 收購細則仍有待公佈。
- 收購對於雙方具有互補效應。
- 經銷商行業整合趨勢仍然在延續。
- 維持買入評級。

股份資料

52 周高位 (HK\$)	7.28
52 周低位 (HK\$)	2.1
市值 (百萬港幣)	6,598
發行股數 (百萬)	2557.312
日成交量 (百萬港幣)	6.22
1 個月內變化 (%)	(28.93)
年初至今變化 (%)	(42.41)
50 天平均價 (HK\$)	3.39
200 天平均價 (HK\$)	4.65
14 天強弱指數	38.33

資料來源：Bloomberg

個股 1 年走勢圖



資料來源：Bloomberg

姚煒

wei.yao@bocomgroup.com

電話：(8621) 6065 3675

圖表 1: 寶信汽車的 股東結構

股東名稱	股本占比
Baoxin Investment Management Limited	48.58%
瑞華環球投資有限公司	10.42%
Jumbo Create Investment Development Limited	6.07%
Wilfred Speedy Investment Development Limited	6.07%
其餘流通股東	28.86%

資料來源：公司資料、交銀國際

圖表 2: 2014 年汽車經銷商排名

排名	集團名稱	2014 年營業收入, 億元	2014 年度汽車銷量, 輛
1	國機汽車股份有限公司	905	275,000
2	廣匯汽車服務股份公司	864	606,586
3	龐大汽貿集團股份有限公司	603	561,114
4	中升集團控股有限公司	548	207,289
5	利星行汽車	467	93,103
6	寶信汽車集團	363	95,265
7	恒信汽車集團股份有限公司	362	190,392
8	廣物汽貿股份有限公司	337	287,814
9	上海永達控股（集團）有限公司	329	116,095
10	中國正通汽車服務控股有限公司	313	87,892

資料來源：中國汽車流通協會、交銀國際

圖表 3: 2015 年上半年經營數據比較

	寶信汽車	廣匯汽車
4S 店品牌組合	截至 6 月底，擁有 100 家門店，豪華車經銷店 73 家。覆蓋全國 12 個省，主要分佈在華東和華北。	截至 6 月底，公司共經營 503 個營業網點，包括 454 個 4S 店，其中高端品牌 52 個，中端品牌 4S 店 376 個，覆蓋全國 24 個省，主要分佈在中西部地區。
銷量，萬輛	3.27	28.86
均價，千元	375	131
新車收入，百萬元	12,276	37,792
維修服務，百萬元	1,759	3,817
備金收入，百萬元	176	631
汽車租賃，百萬元	3	968
其他，百萬元		138

資料來源：中國汽車流通協會、交銀國際

圖表 4: H 股汽車股估值比較

股票名稱	股票代碼	股價 Price* 15Sept 15	貨幣	評級	目標價	總市值 百萬港元	—— 市盈率 ——			—— 市淨率 ——			—— ROE ——			EPS CAGR FY14-16E (%)	股息率 15E
							FY14	FY15E	FY16E	FY14	FY15E	FY16E	FY14	FY15E	FY16E		
							(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(%)	(%)	(%)		
中升控股	881 HK	3.05	港元	買入	4.70	6,547	6.9	7.6	5.2	0.4	0.4	0.4	6.1	5.2	7.1	14.6	2.6
寶信汽車	1293 HK	2.58	港元	買入	4.46	6,598	7.4	7.3	5.8	1.0	0.9	0.8	13.7	12.2	13.5	13.1	2.1
正通汽車	1728 HK	2.91	港元	買入	4.40	6,432	6.4	7.5	5.9	0.6	0.6	0.5	9.7	7.7	9.0	3.4	2.7
永達汽車	3669 HK	3.61	港元	買入	7.70	5,343	8.5	6.2	4.7	1.0	0.9	0.8	12.0	14.4	16.5	34.5	4.8
大昌行	1828 HK	2.84	港元	n.a.	n.a.	5,203	5.5	5.7	5.0	0.4	0.4	0.4	7.9	7.3	7.9	5.2	7.1
和諧汽車	3836 HK	3.26	港元	n.a.	n.a.	5,137	5.1	6.0	4.8	1.0	0.7	0.7	20.5	11.9	13.9	3.1	2.5
H 股經銷商平均							6.7	6.8	5.3	0.7	0.6	0.6	11.4	9.7	11.2		

資料來源：彭博，交銀國際

圖表 5: A 股汽車股估值比較

股票名稱	股票代碼	股價 Price* 15Sept 15	貨幣	評級	目標價	總市值 百萬港元	—— 市盈率 ——			—— 市淨率 ——			—— ROE ——			EPS CAGR FY14-16E (%)	股息率 15E1
							FY14	FY15E	FY16E	FY14	FY15E	FY16E	FY14	FY15E	FY16E		
							(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(%)	(%)	(%)		
亞夏汽車	002607 CH	7.84	元	n.a.	n.a.	3,526	(48.5)	60.3	18.2	2.7	2.6	2.2	(5.5)	4.2	12.3	0.0	0.4
廣匯汽車	600297 CH	17.46	元	n.a.	n.a.	80,673	174.6	21.8	17.6	6.3	4.9	3.8	3.6	22.5	21.8	214.6	0.0
國機汽車	600335 CH	14.00	元	n.a.	n.a.	11,063	10.1	8.4	7.4	1.7	1.4	1.2	16.6	16.6	15.8	16.7	1.8
物產中大	600704 CH	13.37	元	n.a.	n.a.	16,779	32.6	31.1	24.8	2.1	3.5	1.6	6.6	11.3	6.3	14.7	1.0
龐大集團	601258 CH	3.65	元	n.a.	n.a.	29,802	146.0	33.2	16.8	1.9	2.9	2.6	1.3	8.7	15.3	194.6	0.7
A 股經銷商平均							79.1	29.7	17.4	2.0	2.8	2.0	5.1	10.6	12.8		

資料來源：彭博，交銀國際

公司背景

寶信汽車於 2011 年 12 月上市。公司是主要經銷豪華車及超豪華車品牌。2012 年寶信並購 NCGA，並購完成後公司擁有 75 家網點，截止 14 年底，建成網店數增加至 100 家，其中包括 65 家 4S 店、23 家展廳、7 個二手車服務中心、3 個維修中心及其它。寶馬和捷豹路虎是公司最主要的兩個經銷品牌。

寶信汽車 (1293.HK): 財務報表

損益表 (RMB m)

年結于 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
營業收入	30,082	30,723	28,676	30,796	32,649
營業成本	(27,925)	(28,768)	(26,763)	(28,642)	(30,216)
息稅折舊前利潤	2,157	1,956	1,914	2,154	2,433
EBITDA margin (%)	7.2	6.4	6.7	7.0	7.5
折舊及攤銷	274	332	360	389	417
EBIT	1,883	1,623	1,554	1,765	2,017
EBIT margin (%)	6.3	5.3	5.4	5.7	6.2
利息收入	32	34	27	28	33
融資成本	(545)	(617)	(600)	(559)	(565)
淨利息支出	(513)	(584)	(574)	(530)	(532)
稅前利潤	1,370	1,040	980	1,235	1,485
所得稅開支	(355)	(326)	(255)	(321)	(386)
稅後經營利潤	1,014	714	725	914	1,099
少數股東權益	(8)	(7)	(7)	(9)	(11)
淨利潤 (百萬元)	1,007	707	718	905	1,088
淨利潤率 (%)	3.3	2.3	2.5	2.9	3.3

現金流量表 (RMB m)

年結于 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
經營活動現金流	704	1,478	967	2,732	2,102
稅前利潤	1,370	1,040	980	1,235	1,485
折舊及攤銷	274	332	360	389	417
應占共同控制實體及聯營企業	(11)	(7)	(6)	(6)	(7)
營運資本變動	(1,226)	(340)	(560)	866	409
稅收支付	(130)	(165)	(326)	(264)	(369)
其他營業資產及負債變動	426	618	519	512	167
投資活動現金流	(1,204)	(1,331)	(529)	(529)	(362)
資本支出淨額	(1,222)	(1,211)	(500)	(500)	(450)
資產處置	232	231	46	51	55
長期投資變動	(38)	(80)	0	0	0
其他資產變動	(175)	(271)	(75)	(79)	33
自由現金流	(519)	267	467	2,232	1,652
融資活動現金流	(154)	34	(1,548)	(481)	(740)
股本變動	0	0	0	0	0
負債變動	484	662	(846)	185	(39)
其它長期資產變	(638)	(628)	(702)	(666)	(701)
現金及現金等價物變動	(654)	181	(1,110)	1,722	1,000
外匯變動	7	1	5	5	5

資產負債表 (RMB m)

年結于 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
總資產	17,872	19,776	18,178	21,227	20,603
非流動資產	5,222	5,995	6,395	6,650	6,820
長期投資	38	45	47	49	51
固定資產淨值	3,310	3,789	4,098	4,277	4,375
土地使用權	376	537	531	526	520
無形資產	943	922	1,010	1,010	1,010
遞延稅資產	59	74	80	86	92
其他非流動資產	495	628	628	702	772
流動資產	12,650	13,782	11,784	14,576	13,783
現金及短期投資	2,021	2,203	1,098	2,826	3,831
已抵押銀行存款及在途現金	2,860	2,571	2,351	2,464	1,077
存貨	3,002	3,057	2,429	3,447	2,760
應收票據及賬款	557	393	650	470	717
預付款項、按金及其他應收款項	4,169	5,504	5,162	5,235	5,224
其它流動資產	41	54	94	134	174
總負債	13,148	14,627	12,297	14,511	13,059
流動負債	11,284	11,287	9,291	11,482	10,043
應付賬款	4,364	4,878	3,527	5,476	4,035
其他應付款項	722	780	717	739	751
短期借款	5,858	5,107	4,588	4,773	4,734
其他流動負債	340	522	459	493	522
長期負債	1,864	3,340	3,006	3,029	3,017
長期借款	1,164	2,621	2,294	2,294	2,294
債券	375	396	396	396	396
其他負債	326	323	315	339	326
淨資產	4,723	5,149	5,882	6,716	7,544
股東權益總額	4,670	5,089	5,813	6,638	7,454
少數股東權益	53	60	68	78	89
股東權益合計	4,723	5,149	5,882	6,716	7,544

財務比率

年結于 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
利潤率 分析(%)					
毛利率	9.7	9.1	9.1	9.4	9.7
營業利潤率	6.3	5.4	5.5	5.8	6.3
息稅折舊前利潤率	7.2	6.4	6.7	7.0	7.5
息稅前利潤率	6.3	5.3	5.4	5.7	6.2
淨利潤率	3.3	2.3	2.5	2.9	3.3
盈利能力分析 分析(%)					
淨資產收益率	21.3	13.7	12.2	13.5	14.4
資產收益率	5.6	3.6	4.0	4.3	5.3
ROCE	28.6	19.1	17.5	18.1	19.1
ROIC	14.9	11.6	10.7	12.5	14.4
其他					
EBITDA/利息支出 (倍)	4.0	3.2	3.2	3.9	4.3
淨負債率 (%)	60.8	72.2	71.3	37.9	38.1
平均存貨周轉天數 (天)	34.8	39.6	38.4	38.4	38.4
平均應收賬款周轉天數 (天)	11.6	5.6	6.6	6.6	6.6
平均應付帳款支付天數 (天)	59.0	60.4	58.9	58.9	58.9
股息支付率	30.2	14.3	15.0	15.0	15.0

資料來源：公司資料、交銀國際

交銀國際
 香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈十一樓

總機: +852 3710 3328

傳真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

評級定義**公司評級**

買入: 預期股價於 12 個月內上升超過 20%

長線買入: 預期股價於 12 個月以上時間上升超過 20%

中性: 預期股價波幅在±20%之間

沽出: 預期股價於 12 個月內下跌超過 20%

行業評級

領先: 預期行業指數於 12 個月內超過大市漲幅 10%以上

同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間

落後: 預期行業指數於 12 個月內落後大市漲幅 10%以上

研究團隊**研究部主管**

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

鄭子豐 CFA, CPA, CA

(852) 2977 9393

raymond.cheng

策略

洪灝 CFA

(852) 2977 9384

hao.hong

宏觀經濟

李苗獻

(86) 10 8800 9788 - 8043

miaoxian.li

銀行/網絡新金融

楊青麗

(852) 2977 9212

yangqingli

李珊珊 CFA

(86) 10 8800 9788 - 8058

lishanshan

萬麗 CFA

(86) 10 8800 9788 - 8051

Wanli

韓嘉楠

(86) 10 8800 9788 - 8055

hannah.han

油氣/燃氣

劉旭彤

(852) 2977 9390

xutong.liu

非必需品消費

黃文熾 CPA

(852) 2977 9391

phoebe.wong

房地產

劉雅瀚 CFA, FRM

(852) 2977 9235

alfred.lau

謝騏聰 CFA, FRM

(852) 2977 9220

philip.tse

過璐璐

(852) 2977 9211

luella.guo

必需品消費

王惟穎

(852) 2977 9221

summer.wang

吳效宇

(852) 2977 9386

shawn.wu

新能源

孫勝權

(86) 21 6065 3606

louis.sun

環保服務

鄭氏康

(852) 2977 9387

wallace.cheng

科技

嚴司政

(852) 2977 9243

christopher.yim

醫藥生物

李博

(852) 2977 9203

david.li

電訊/中小盤

李志武

(852) 2977 9209

lizhiwu

保險及證券

張雨璿

(852) 2977 9250

yufan.zhang

交通運輸及工業

鄭碧海 CFA

(852) 2977 9380

geoffrey.cheng

周雲飛

(852) 2977 9381

fay.zhou

互聯網

馬原 PhD

(86) 10 8800 9788 - 8039

yuan.ma

穀馨瑜 CPA

(86) 10 8800 9788 - 8045

conniegu

孫夢琪

(86) 10 8800 9788 - 8048

mengqi.sun

汽車

姚煒

(86) 21 6065 3675

wei.yao

分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及 ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之 30 個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益，除了一位覆蓋分析師持有世茂房地產控股有限公司之股份。

有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、奧星生命科技有限公司、北京汽車股份有限公司、中國惠農資本集團有限公司、德基科技控股有限公司、國聯證券股份有限公司、廣發控股（香港）有限公司、培力控股有限公司、齊合天地集團有限公司、綠地香港控股有限公司、中軟國際有限公司、雲遊控股有限公司、聯想控股股份有限公司、匹克體育用品有限公司及恒投證券股份有限公司（亦稱為恒泰證券股份有限公司）有投資銀行業務關係。

交銀國際控股有限公司現持有中軟國際有限公司的股本證券逾 1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告（包括任何有關的附件），表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或雇員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失（包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失）而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。